



Uppdragsanalys 2015-06-05, uppdatering

ANALYSGUIDEN

ZetaDisplay

ZetaDisplay®

ZetaDisplay slår förväntningarna

ZetaDisplay levererade starka siffror för årets första kvartal med en tillväxt aningen över våra förväntningar. Samtidigt tecknas nya bra avtal, bland annat med finska Systembolaget, Alko, som har 350 butiker.

ZetaDisplay är en helhetsleverantör inom digital signage för butikskommunikation med fokus på användare i detalj- och servicehandeln. I helhetserbjudandet ingår rådgivningstjänster, projektledning, medieplattform samt programvara och andra löpande tjänster såsom innehållsproduktion, service och support.

Bolaget redovisade positivt resultat för årets första kvartal med en stark tillväxt. Under samma kvartal slutfördes köpet av finska Marketmedia för 2 miljoner euro. Marketmedia inkluderades i de redovisade kvartalsciffrorna från 1 januari och vi estimerar den positiva effekten på omsättningen till cirka åtta miljoner kronor. Vidare beräknar ZetaDisplay att förväntade synergier realiserar sig med start under årets tredje kvartal. I april presenterades information om att

ett avtal tecknats med Finlands motsvarighet till Systembolaget, Alko. Avtalet är i linje med ZetaDisplays tillväxtstrategi och ger prov på Marketmedias starka position på den finska marknaden.

Bolagets första kvartal var aningen bättre än våra förväntningar rörande både tillväxt och resultat. Vi har dock valt att vara konservativa i vår bedömning och behåller våra befintliga estimat i avvaktan på ytterligare siffror som kan styrka den starka tillväxten.

Vi behåller vår köprekommendation med en riktkurs på 6,75 kronor som justerats upp från tidigare 6,70 kronor. DCF-värderingen har kompletterats med en jämförelsevärdering där vi jämför marknadens värdering av ZetaDisplays aktie med en jämförelsegrupp samt ett antal relevanta globala index. Resultatet påvisar att risken finns på uppsidan. ■

NYCKELTAL

| Miljoner kronor | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | P 2015 | P 2016 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Summa intäkter | 43,8 | 52,8 | 60,9 | 58,5 | 93,9 | 101,1 |
| EBITDA | -5,1 | -3,1 | -5,0 | 0,5 | 5,6 | 8,2 |
| EBIT | -7,9 | -5,9 | -8,1 | -3,4 | 2,6 | 5,2 |
| Årets resultat | -8,6 | -2,6 | -8,6 | -3,7 | 1,3 | 3,3 |
| Resultat per aktie | -0,75 | -0,21 | -0,70 | -0,30 | 0,11 | 0,27 |
| Kassa | 7,3 | 11,6 | 6,2 | 5,4 | 8,6 | 9,2 |

Riktkurs: **6,75 kronor**

Analytiker, Birger Jarl: Markus Augustsson

KORTA FAKTA

VD: Leif Liljebrunn

Styrelseordförande: Mats Johansson

Största ägare: Mats Johansson (16,61%)

Börsvärde, mnkr: 67

Lista: First North Premier

Aktuell börskurs, kr: 5,50

P/E-tal: -

BÖRSTEMPERATUR

Ledning



Stark ledning med vd Leif Liljebrunn i spetsen som har erfarenhet av att skapa lönsamhet i teknikbolag. Styrelseordförande Mats Johansson är tidigare grundare och vd i MultiQ.

Ägare



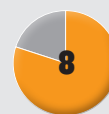
Bland de tio största ägarna finns flera av styrelsemedlemmarna. Styrelseordförande Mats Johansson är den största ägaren med ett innehav om 16,61 procent av aktiekapitalet.

Finansiell ställning



Bolagets tillväxtstrategi är kapitalkrävande och beroende av ett starkt kassaflöde vilket också levererades för årets första kvartal. Vi anser att den finansiella ställningen är stabil.

Potential



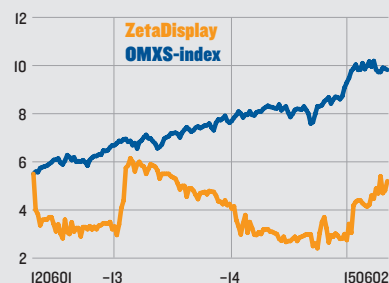
ZetaDisplay är verksamt på en trögstartad och utvecklad marknad. Vi anser att bolaget är väl positionerat för framtiden och har en bra strategi för fortsatt expansion.

Risk



Marknaden för digital skyltning är utvecklad och ger inget utrymme för misstag eller fördröjningar. För tillväxt genom förvärv krävs ytterligare finansiering som inte är säkrad.

AKTIEKURS



Generella bolagskriterier

Ledning (1-10)

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

Ägare (1-10)

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen och tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot småaktieägare är också väsentliga kriterier.

Finansiell ställning (1-10)

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

Potential (1-10)

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxtutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential, givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

Risk (1-10)

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



Om bolaget

ZetaDisplay är en leverantör av helhetslösningar inom Digital Signage (digital skyltning) med fokus på detalj- och servicehandeln. Huvudkontoret ligger i Malmö men bolaget har internationell närvaro i form av lokala försäljningskontor i Finland, Danmark, Norge, Estland och Nederländerna.

ZetaDisplays helhetslösning innefattar rådgivningstjänster, projektledning, medieplattform, samt programvara och andra löpande tjänster såsom innehållsproduktion, service och support. Rådgivningen grundas på att ZetaDisplay med sin expertis inom digital butikskommunikation skräddarsyr och anpassar en butikskommunikationsplan för användarens specifika behov och situation. Med medieplattformen kommer digitala skärmar och en avancerad mjukvara för produktion och publicering av budskap på olika medier. ZetaDisplay installerar kommunikationsnätverket och tillhandahåller även löpande support.

Bolagets intäkter genereras genom en kombination av mjukvara och licenser samt tjänster och digitala system. För helåret 2014 hade ZetaDisplay en nettoomsättning på 58,52 miljoner kronor och ett nettoresultat om minus 3,7 miljoner kronor. Fjärde kvartal 2014 visade dock positivt resultat med stark tillväxt. Första kvartalsrapporten för 2015 fortsatte i samma spår.

Stark ledning

Vd

Leif Liljebrunn, född 1960, är ekonom från Lunds universitet och har bred erfarenhet från olika ledande positioner på ett antal teknikföretag. Bland annat var Leif vice vd och försäljningschef på programvaruföretaget XOR och därför högst delaktig i XOR:s uppbyggnad och framgång.

En attraktiv helhetslösning.

Efter att XOR köpts upp av det norska bolaget Visma verkade Leif som försäljningschef och vice vd på Visma Software AB. 2009 tillträdde han rollen som vd på ZetaDisplay.

Styrelse

Mats Johansson, född 1961, är styrelseordförande och en av grundarna till ZetaDisplay. Mats har lång erfarenhet från teknikbranschen och var grundare och vd för bildskärmsutvecklaren Multiq. Bland övriga styrelsemedlemmarna finns bland annat Anders Moberg, tidigare koncernchef på IKEA och Ingrid Jonasson Blank, tidigare vice vd på ICA Sverige AB.

Ägarbild

Ur ZetaDisplays ägarlista framgår det att stora aktieposter tillhör personer från bolagets styrelse. Vidare har vd Leif Liljebrunn ett aktieinnehav motsvarande 1,7 procent av aktiekapitalet och är bolagets nionde största ägare.

DE TIO STÖRSTA ÄGARNA

| | Ägare | Kapital, % |
|----|------------------------------------|------------|
| 1 | Mats Johansson | 16,6 |
| 2 | Martin Gullberg | 11,3 |
| 3 | Mats Leander | 5,8 |
| 4 | Anders Moberg | 5,7 |
| 5 | AMF Försäkring & Fonder | 4,9 |
| 6 | Anders Pettersson | 4,7 |
| 7 | Bernt Larsson | 3,7 |
| 8 | Salvatore Grimaldi | 2,9 |
| 9 | Leif Liljebrunn | 1,7 |
| 10 | Mikael Hägg | 1,6 |

Digital skyltning

Digital skyltning, eller digital signage är precis vad det låter som – digitala skärmar som används för att kommunicera ett budskap till dess åskådare. Inom detalj- och servicehandeln används digital skyltning främst i marknadsföringssyfte.

När du befinner dig i en matbutik, klädaffär eller till och med en bilsalong möts du inte allt för sällan av digital skyltning. De digitala skärmarna (skyltarna) står utplacerade på strategiskt utvalda platser med avsikt att påverka dina val som konsument.

Vad tillför digital skyltning?

Den pågående utvecklingstrenden inom konsumentkommunikation i butiksmiljö är tydlig och går från tryckta medier till mer flexibla digitala skyltar.

Det finns flertalet fördelar med digital konsumentkommunikation. I grund och botten kan de flesta fördelarna relateras till den flexibilitet som digital skyltning medför. (i) Dynamik – digital skyltning möjliggör en mer



dynamisk kundkommunikation. Kommunikation kan anpassas efter till exempel tid, väder eller andra faktorer som påverkar konsumenten. (ii) Uppdatera i realtid – de budskap som förmedlas via digitala skyltar går snabbt att byta ut. (iii) Kommunikation i olika format – information kan presenteras som en videosekvens, rörliga animationer eller i textformat. (iv) Flertalet användningsområden, digitala skyltar kan användas för att marknadsföra en specifik produkt, för varumärkeskampanjer eller för att kommunicera information internt. Plats på skyltarna kan även säljas till andra varumärken som ingår i butikens sortiment. (v) Ökat intresse – digital skyltning får ökad uppmärksamhet från konsumenten, vilket påvisas i flertalet studier (bl.a. Epinion, 2011).

Det finns också uppenbara nackdelar med digital skyltning. Kommunikation genom mediet fungerar endast då tekniken är felfri. Ett kommunikationsnätverk drivs på el och ökar därför användarens elkonsumention. Att byta till ett digitalt kommunikationssystem innebär också ett betydande engångsutlägg samt löpande kostnad för underhåll.

Last Meter Marketing skapar inflytande vid köptillfället

I maj 2012 publicerade The Point of Purchase Advertising International en studie på matvaruhandeln som visar att 76 procent av en konsuments köpbeslut fattas i butik.

Flertalet modeller har skapats för att bättre förstå den process som konsumenter genomgår för att fatta ett köpbeslut. En populär modell, som bland annat nämns i artikeln "The consumer decision journey" författad av Dave Elzinga et al. för konsultbolaget McKinsey & Company, delar upp beslutsprocessen i faser. Modellen bygger på att konsumenten har ett behov. För att tillgodose behovet samlar konsumenten information och analyserar denna. Analysen är sedan underlaget till köpbeslutet.

ZetaDisplays affärsidé bygger alltså på att styra konsumentens beslutprocess genom optimerad "Last Meter Marketing". Begreppet Last Meter Marketing är alltså ett koncept (och varumärke för ZetaDisplay) som innebär att konsuments köpbeslut kan påverkas vid köptillfället i butiken.

Dynamisk kundkommunikation genom digital skyltning.

ZetaDisplays erbjudande

Bolaget profilerar sig som ett mjukvaruföretag som tillhandahåller expertis och tjänster inom digital butikskommunikation. Tjänster tillsammans med programvara och det digitala systemet skapar ett helhetserbjudande som avser att stärka användarens profil och varumärke samt höja kundlojalitet och kundnöjdhet. Dragit till sin spets ska bolagets helhetserbjudande skapa effektiv butikskommunikation och därigenom öka användarens intäkter. Bolagets helhetserbjudande kan delas upp i tre kategorier: tjänster, programvara och licenser samt digitala system.

Tjänster

Denna kategori innehåller (i) projektledning och kommunikativ rådgivning, (ii) innehållsproduktion och broadcasting samt studiodrift, (iii) övervakning, service och underhåll. Kommunikativ rådgivning innebär att användaren tillsammans med ZetaDisplay tar fram en kommunikationsplan; butiken delas in i zoner i vilka digitala skärmar strategiskt placeras ut och skapar ett kommunikationsnätverk. Innehållet som visas genom kommunikationsnätverket optimeras och produceras efter zonens specifika karaktär. Det kompletta kommunikationsnätverket övervakas centralt av ZetaDisplay. Nätverket servas och underhålls vid behov.

Programvara och licenser

Programvaran licensieras ut i perioder om fyra år och är en webbaserad applikation som fungerar som kommunikationsnätverkets kontrollpanel. Programvarans funktioner tillåter användaren att producera och publicera innehåll på det digitala kommunikationsnätverket eller andra medier, till exempel sociala medier.

Digitala system

Det digitala systemet innefattar de fysiska komponenterna i kommunikationsnätverket, till exempel bildskärmar, mediaspelare, telefoner och surfplattor. Användaren erbjuds ett branschanpassat system som kan anpassas efter användarspecifika krav och behov.

ZetaDisplay på en växande och outvecklad marknad

I vår vardag exponeras vi för budskap förmedlade genom digitala skärmar i marknadsföringssyfte eller informationssyfte: i klädbutiken, på restaurang, på bensinstationen eller när vi handlar mat. Den totala marknaden för digitala skärmar är därför bred och spretig. Den globala marknaden för programvara och digitala system estimeras till cirka 14 miljarder dollar. Det enskilt största segmentet är detaljhandeln och utgör cirka 40 procent av den totala marknaden. Enligt Invidis Consulting är motsvarande siffra för Europa 44 procent. Den finansiella sektorn, transportsektorn och hälsovården är tre växande segment på marknaden.

Trög marknad i behov av ytterligare bearbetning

Ett stort antal beslutsfattande marknadsansvariga saknar ett ställningstagande kring att brukandet av digital butikskommunikation. En undersökning gjord av InfoTrends på den amerikanska marknaden visar att drygt tio procent av de tillfrågade använder digital skyltning idag. 27 procent

Ett helhetserbjudande med tjänster, programvara och hårdvara som avser att stärka användarens profil och varumärke.

Detaljhandeln utgör det största segmentet på marknaden.

har planer på att installera ett digitalt kommunikationssystem i framtiden. Drygt femton procent har beslutat att inte använda digital kommunikation och drygt 47 procent saknar ställningstagande kring digital skyltning. Marknaden är därför i behov av ytterligare bearbetning.

En tröghet i utvecklingen och tillväxten av marknaden för digital skyltning skapas av långa och invecklade beslutsprocesser. Beslutsprocesser påskyndas inte heller av det faktum att när tidigare tryckt kommunikationsmaterial ska bytas ut eller kombineras med digital kommunikation uppstår tunga kapitalutgifter som kan vara svåra att motivera då det saknas ett tillförlitligt mått på förväntad avkastning från digitala kommunikationsnätverk. Ytterligare en faktor som hämmat utvecklingstakten är den mer eller mindre oroliga makroekonomiska situation.

Framtiden bringar tillväxt och nya tekniker

Enligt en studie genomförd av analys- och konsultbolaget Grand View Research, Inc. kommer den globala marknaden för programvara och digitala system år 2020 omsätta drygt 20 miljarder dollar. Det innebär att den globala marknaden förväntas växa runt 9 procent per år fram till 2020. Detaljhandeln, finans- och transportsektorn samt hälsovården väntas vara de stora dragloken.

Även om marknaden är trög så är trenden positiv. I takt med att den globala ekonomin stabiliserar sig har digital skyltning fått större fokus och detalj- och servicehandeln budgeterar allt mer pengar för marknadsföring i butik.

Ett digitalt system är uppbyggt av skärmar (LED, LCD eller plasma), mediaspelare och servrar. I takt med att nya tekniker blir gamla har marknaden för digitala skyltar utmärkts av en period med sjunkande hårdvarupriser. Utveckling av nya tekniker så som "near field communication" och pekskärm skapar nya möjligheter för både användare och leverantörer aktiva inom digital skyltning.

Vad driver marknaden?

Behovet för dynamisk butikskommunikation och ett ökat fokus på varumärkesetablering tillsammans med fallande priser på tekniken skapade marknaden för digital skyltning. Det faktum att marknaden är långt ifrån mogen och att nya tekniker utvecklas skapar nya behov och upprätthåller efterfrågan i marknaden.

Detalj- och servicehandeln liksom de andra segmenten på marknaden påverkas positivt av ett stabilt konjunkturläge med positiva framtidsutsikter. Marknaden för digital skyltning drivs därför framåt i en stark ekonomi med goda framtidsutsikter. En svag ekonomi med dystra utsikter håller tillbaka kapitalinvesteringar och påverkar marknaden negativt. Tillgången och priset på kapital är ytterligare en faktor som påverkar marknaden.

Konkurrenssituation

ZetaDisplay är aktivt på den nordiska marknaden samt i Baltikum och Benelux. Den svenska marknaden är högt konkurrenssatt då det finns många mindre och ofta lokala leverantörer som alla konkurrerar om efterfrågan. Det finns bara ett fåtal aktörer som omsätter över 10 miljoner kronor. Övriga marknaderna utanför Sverige som bolaget är aktivt på har liknande leverantörsstruktur som den svenska.

Leverantörsstrukturen på den europeiska marknaden skiljer sig från

En växande marknad där nya tekniker skapar nya möjligheter för både användare och leverantörer.

En konkurrenssatt marknad med många mindre lokala leverantörer.

den amerikanska marknaden då den sistnämnda har flera stora leverantörer med ledande marknadspositioner. Till dessa hör till exempel Cisco Systems Inc., Adflow Networks och Hewlett-Packard Company. Den europeiska marknaden är dock under förändring och genomgår nu en konsolideringsfas.

Fokus användare med högt ställda krav inom detalj- och servicehandeln

Detalj- och servicehandeln är det segment som ZetaDisplay fokuserar på. De mest lönsamma användarna är de som söker kommunikationsnätverk av hög komplexitet. Denna användare karaktäriseras av dess stora butiker med flera zoner, behov av hög flexibilitet i sin butikskommunikation och stor variation av budskap. Användaren bedriver verksamhet på en internationell nivå i flera olika länder och drar nytta av skalfördelar.

I bolagets befintliga kundbas finns över 100 butikskedjor, däribland välkända namn som ICA, Netonnet, Audi och Shell. Historiskt har den svenska marknaden varit bolagets största inkomstkälla och har tidigare bidragit med drygt 80 procent av bolagets omsättning. Efter förvärvet av finska Marketmedia ser fördelningen annorlunda ut. Vi uppskattar att den finska marknaden bidrar med 23 till 39 procent av bolagets omsättning och att den svenska marknaden bidrar med mellan 59 och 75 procent. Bilden kommer att förändras allt eftersom bolaget etablerar sig på den internationella marknaden utanför Norden.

En växande organisation i linje med marknadens krav

ZetaDisplay har en stark och växande organisation bestående av en central ledning, egen produktionsbyrå och produktutveckling samt sex olika affärsområden indelade efter geografiskt område. De sex affärsområdena är Sverige, Norge, Danmark, Finland, Baltikum (Estland) och Benelux (Nederländerna). Varje affärsområde har sitt eget lokalt förankrade sälj-, projekt- och mediateam.

Förvärv – en strategi för tillväxt och expansion

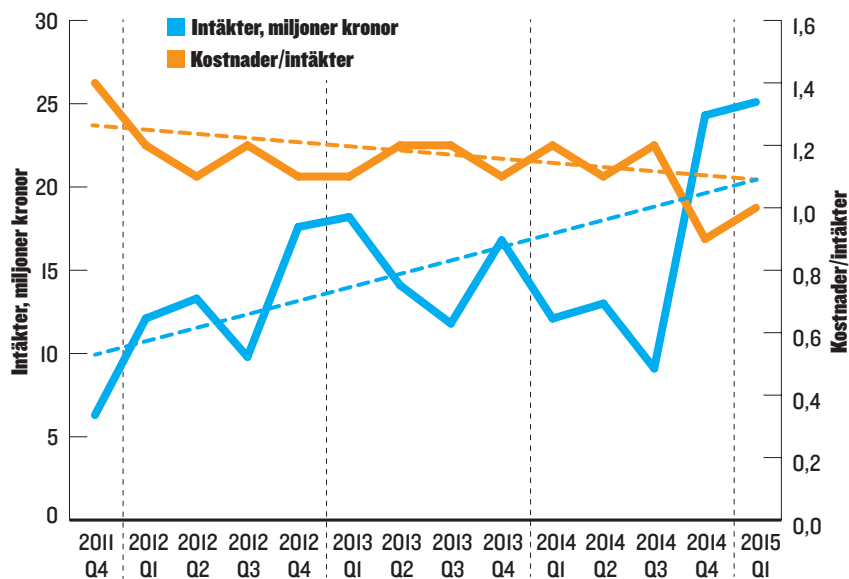
Bolaget har under de senaste åren växt med cirka femton procent i snitt per år. För framtiden har ZetaDisplay för avsikt att fortsätta växa i samma hastighet genom organisk tillväxt och förvärv. Mellan 2005 och 2015 har ett antal förvärv genomförts och samarbeten tecknats. Bland annat förvärvades den Helsingforsbaserade leverantören Popcom 2008 vilket innebar ZetaDisplays etablering på den finska marknaden. Ett partnerskap avtalades med Fujitsu under 2012 och i mars 2015 offentliggjordes förvärvet av den finska leverantören Marketmedia. ZetaDisplay söker aktivt efter potentiella uppköpskandidater med rätt profil och kundbas som på ett effektivt sätt kan integreras i den befintliga organisationen.

Bred kundbas som växer.

Förvärvet av finska Marketmedia, ett steg i linje med strategin för tillväxt.

Ökade intäkter och effekter från besparingsprogram

Grafen nedan illustrerar ZetaDisplays stigande intäkter med en fallande andel rörelsekostnader för perioden mellan det fjärde kvartalet 2011 och det första kvartalet 2015. Nettoeffekten av pågående tillväxtstrategi och genomfört besparingsprogram har alltså gett resultat i linje med våra förväntningar.



Som en del av tillväxtstrategin slutfördes förvärvet av finska Marketmedia under första kvartalet 2015 och konsoliderades med ZetaDisplays räkenskaper per den 1:e januari 2015. Förvärvet innebär breddning av totalerbjudandet vilket tillför nya möjligheter på samtliga marknader och cementerar ZetaDisplay som en ledande aktör på den nordiska marknaden. Inklusiv Marketmedia hade bolaget en tillväxt om cirka 107 procent jämför med föregående års motsvarande kvartal. Vi har uppskattat ett intervall mellan sex och tio miljoner kronor för Marketmedias bidrag det gångna kvartalets intäkter. Det innebär en organisk tillväxt om 58 respektive 25 procent jämför med första kvartalet 2014. Sammantaget var siffrorna aningen bättre än våra förväntningar. För att bibehålla en konservativ värdering har vi valt att avvakta med att justera upp våra estimat till dess att kontinuitet kan antas.

Under första kvartalet 2014 genomförde ZetaDisplay ett effektiviseringsprogram vars effekter delvis realiserats men som nu syns i resultatet. Baserat på andelen kostnader av intäkterna finns det ytterligare effekt som ännu inte realiserats, antaget bolagets mål om årliga besparingar om cirka åtta miljoner kronor.

Pågående kvartal

Under det pågående andra kvartal har bolaget tecknat avtal med Alko som ägs av den finska staten och har 350 butiker utspridda över landet. Avtalets värde har inte kommunicerats men har potential att vara ett av bolagets mest värdefulla. ZetaDisplay har även tecknat ett fyraårigt avtal med en bank till ett värde om cirka fem miljoner kronor samt ytterligare ett avtal värt åtta miljoner kronor med en nordisk aktör inom kommunikations- och logistiklösningar.

Historiskt har det andra kvartalet, liksom det första kvartalet varit bo-

Förvärvet av Marketmedia, en stark bidragande faktor till tillväxt.

lagets ”mellankvartal” i termer av omsättning. Det tredje kvartalet brukar vara det svagaste kvartalet och det fjärde det starkaste. För årets andra kvartal är det viktigt att bolaget kan fortsätta visa på tillväxt och relativt sjunkande kostnader.

Investment case

Vi har en köprekommendation med en riktkurs på 6,75 kronor. Riktkursen justeras upp 0,05 kr vilket motsvarar nettoeffekten av förändrad kapitalstruktur och nettoskuld. Vi anser att bolaget har en stark ledning med de erfarenheter som krävs för att effektivt skapa tillväxt och lönsamhet. Det offererade helhetserbudet är starkt med en programvara anpassad för dagens och framtidens behov. I enlighet med marknadens krav finns bolaget lokalt närvarande på flera platser i Norden och dess närområde. Bolaget har en väl inordnad strategi för framtida tillväxt och kan dra nytta av skalbarheten i sin verksamhet. Marknaden visar tydligt vart den är på väg men fördröjningar orsakade av långa beslutsprocesser, konkurrerande medier och en generell aversion till stora initiala kapitalutlägg skapar en tröghet i marknadens utveckling och tillväxt. ZetaDisplay måste fortsätta agera smart utan fördröjningar för att behålla sin förmånliga marknadsposition. För att kunna göra det är bolaget i behov av ytterligare finansiella resurser och ett friskt makroekonomisk läge med goda framtidsutsikter.

Stark ledning för lyckad exekvering av tillväxtstrategi

Vårt investment case bygger på att bolaget fortsätter att växa i en hastighet snabbare än marknaden under de närmaste åren. Detta innebär en tillväxt om tio procent eller mer per år. Tillväxt ser vi som en avgörande faktor till bolagets framtida lönsamhet. Vår bedömning är att tillväxt skapar skalfördelar som tillsammans med genomfört besparingsprogram och ett fortsatt rationellt brukande av kapital banar vägen för lönsamheten.

Det nyligen genomförda uppköpet av finska Marketmedia var en del i den tillväxtstrategin. Bolaget förväntas vara fortsatt aktivt i sitt sökande efter strategiskt angelägna uppköpskandidater på svenska marknaden och utanför landets gränser. Bolagets ledning sitter på relevant erfarenhet som skapar goda förutsättningar för en effektiv exekvering av tillväxtstrategin.

Stark produkt som attraherar lönsamma användare

Bolaget har ett starkt erbjudande där användaren får tillgång expertis inom butikskommunikation och en vägvisande programvara innehållande verktyg för egenproduktion av budskap. ZetaDisplays programvara integrerar också olika konkurrerande medier på ett smart sätt som förenklar och samlar användarens totala kommunikationsstrategi på ett och samma ställe. Detta anser vi är vägen att gå då dynamisk kundkommunikation har fått ökat fokus och är möjligt på flertalet medier, så som sociala medier och annonsplatser på internet.

Vi har sett att bolagets helhetslösning attraherar framstående användare inom detaljhandeln, så som Kjell & Company, Thule och ett internationellt möbelvaruhus som ännu inte namngetts. Uppköpet av Marketmedia medför också att bolaget framöver kommer åt användare inom spelmarknaden, som är ett mycket intressant segment. Att bolagets kundbas har utökats medfört också att bolagets exponering mot stora enskilda intäktskällor minskat.

En produkt som säljer.

Trög marknad men med bra potential

Att addera digital skyltning till befintlig tryckt butikskommunikationen innebär stora kapitalutlägg som fördröjer marknadens tillväxt och utveckling. Vi tror dock att ett ökat behov hos användaren fortsätter göra marknaden som också gynnas av de billiga pengarna som förväntas finnas tillgängliga under en längre tid framöver. Marknaden har också sett fallande priser för kommunikationsnätverkets ingående hårdvarukomponenter. Detta ger ett utökat utrymme för inköp av tjänster relaterade till användarens butikskommunikationsplan. Effektiv butikskommunikation bör rimligtvis leda till bättre avkastning på kapitalutläggen vilket har positiva effekter på licensintäkter. Tjänster är också den mest lönsamma intjäningskällan jämför med andra ingående kategorier i bolagets helhetserbjudande.

Risker

Vårt investment case baseras på ett bull-scenario justerat för risker. Bolagets tillväxt och framgång har exponering mot flertalet risker som kan sätta käppar i hjulet.

Rådande konjunktur

Detalj- och servicehandeln påverkas mycket starkt av rådande konjunktur, framtida utsikter och hushållens förmåga att spendera. Därför är ZetaDisplays tillväxtstrategi beroende av bra och stabila ekonomiska förhållande samt positiva förväntningar på framtida konjunktur.

Konkurrens från andra medier kan rubba marknaden

Internet och sociala medier har under de senaste femton åren fått utökat utrymme i målgruppens marknadsföringsbudget. Hur marknadsansvariga väljer att nyttja sina resurser framöver är svårt att förutse. Än så länge är det svårt att mäta den avkastning som digital skyltning ger. Avkastning från annonser på internet är lättare att mäta i form av klick och annonsrelaterade avslut. Marknaden för digital skyltning kan alltså komma att utvecklats åt ett helt annat håll än tänkt beroende på vilken media som visar sig mest effektiv.

Etablering av en stor aktör med goda finansiella resurser

Leverantörstrukturen på den europeiska marknaden för digital skyltning genomgår nu en fas av konsolidering. Som en del av tillväxtstrategin har bolaget för avsikt att vara aktiv under denna fas. Om bolaget inte finner attraktiva uppköpskandidater och cementserar den marknadsledande rollen på den europeiska marknaden (främst Benelux) finns risker att stora leverantörer med en större och finansiellt starkare organisation som till exempel Cisco Systems etablerar sig och åter upp marknaden.

Behov av extern finansiering

ZetaDisplays expansions- och tillväxtstrategi är kostsam och kräver ytterligare finansiella injektioner. Bolaget använde sig av bank och andra låneinstitut för sitt köp av Marketmedia. Denna form av finansiering kan i framtiden bli mer svårtillgänglig och dyr och är därför inte hållbar över en längre period. Tillväxtstrategin är därför i behov av ytterligare, ickesäkerställda källor för att täcka framtida kapitalbehov.

Är avkastningen på digital skyltning högre än andra medier? Ingen riktigt vet.

Aktiens likviditet

Som investerare bör man vara medveten om aktiens likviditet. ZetaDisplay är noterat på First North under Bloomborgsymbolen "ZETA SS Equity". I snitt omsätts cirka 13 000 aktier per dag. Även spreaden mellan köp- och säljkurs är förhållandevis stor. Den tunna likviditeten i aktien kan alltså försvåra exekveringen av köp- och säljorder av önskat antal aktier till önskat pris.

Värderingsansats för ZetaDisplay-aktien

Vi uppskattar det totala rörelsevärdet för bolaget till 131,4 miljoner kronor. I skrivande stund har bolaget drygt 12,2 miljoner aktier utestående. Efter utspädning orsakat av utestående optionsprogram blir denna siffra drygt 12,3 miljoner utestående aktier. Vi har dock valt att beräkna pris per aktie baserat på dagens antal utestående aktier då sannolikheten för att optionsprogrammet nyttjas är minimal. För att avspegla de risker som en investering i ZetaDisplay medför har vi satt ett avkastningskrav som är högre än det för marknadsportföljen. Bolagets estimerade nettoskuld har stigit med cirka 20 miljoner kronor och kapitalstrukturen har förändrats vilket resulterar i en reducerad diskonteringsfaktor om 7,7 procent. Det diskonterade bolagsvärdet per aktie är 6,75 kronor.

VÄRDERINGSANSATS

| Miljoner kronor | P 2015 | P 2016 | P 2017 | P 2018 | P 2019 |
|---|-------------|--------|--------|--------|--------|
| Summa intäkter | 93,86 | 101,11 | 108,71 | 116,50 | 124,84 |
| Tillväxt, intäkter | 0,60 | 0,08 | 0,08 | 0,07 | 0,07 |
| EBITDA | 5,59 | 8,17 | 8,48 | 10,41 | 11,14 |
| EBITDA marginal | 0,06 | 0,08 | 0,08 | 0,09 | 0,09 |
| Obelånat fritt kassaflöde | -2,14 | 4,94 | 5,55 | 7,03 | 7,56 |
| BOLAGSVÄRDERING | | | | | |
| Nuvärde prognostiserad period, 2015-2019 | 17,16 | | | | |
| Nuvärde prognostiserad period, 2020-2029 | 44,05 | | | | |
| Nuvärde restvärde (terminal value) | 70,17 | | | | |
| Rörelsevärde (enterprise value) | 131,38 | | | | |
| Nettoskuld | 49,00 | | | | |
| Antal utestående aktier, miljoner | 12,20 | | | | |
| Pris per aktie, kr | 6,75 | | | | |

Jämförelsevärdering

Vi har studerat ZetaDisplays marknadsvärdering i jämförelse med andra bolag med liknande verksamhet och affärsidé beträffande price-to-sales (p/s) och price-to-book (p/b). I jämförelsegruppen har vi inkluderat tre bolag som enligt oss har en liknande affärsidé och verksamhet. De inkluderade bolagen är E for L Aim PLC (Thailand), RMF Networks Holding Corporation (USA) och Mermaid A/S (Danmark).

Samtidigt ska det nämnas att många bolag som kan liknas vid ZetaDisplay fortfarande är privata vilket gör vår jämförelsegrupp gles. Därför har vi även jämfört ZetaDisplay mot indexen S&P 500 IT sector index, STOXX Europe 600 tech och BI global advertising & marketing. Tabellen nedan presenterar p/s-tal och p/b-tal för jämförelsegruppen och respektive index samt för ZetaDisplay.

I tabellen nedan kan man utläsa att ZetaDisplay med en riktkurs om 6,75 kronor per aktie ger ett p/s-tal på 1,15 vilket är under både jämförelsegruppens snitt och de inkluderade indexen. Med samma aktiekurs beräknas p/b-talet till 1,82 vilket är högre än jämförelsegruppens median men fortfarande lägre än de inkluderade indexens p/b-tal. Sammantaget drar vi slutsatsen att en riktkurs på 6,75 kronor per aktie är motiverad.

| NYCKELTAL | | | |
|--|------|---------------------|---------------------|
| | | P/S-tal, genomsnitt | P/B-tal, genomsnitt |
| Snitt, jämförelsegrupp | | 1,20 | 1,13 |
| S&P 500 IT sector index | | 3,37 | 4,24 |
| STOXX Europe 600 tech | | 2,51 | 3,60 |
| BI global advertising & marketing | | 1,20 | 2,69 |
| | Kurs | P/S-tal | P/B-tal |
| ZetaDisplay, marknadspris | 5,50 | 0,94 | 1,25 |
| ZetaDisplay, riktkurs | 6,75 | 1,15 | 1,83 |

Birger Jarl Fondkommission ("BFK") är ett värdepappersbolag som står under Finansinspektionens tillsyn. BFK har bland annat tillstånd att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument. Aktiespararen, som står bakom Aktiespararna Analysguiden, är en tidskrift med månatlig publicering.

Informationen i denna analys baseras på vad utgivaren Aktiespararen och BFK bedömer som tillförlitliga källor. Vi kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av BFK och Aktiespararen. Aktiespararen och BFK ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Markus Augustsson, som utarbetat denna analys, har inget ekonomiskt intresse av eller innehav av finansiella instrument i ZetaDisplay. BFK, Aktiespararen eller analytikern är inte, vid tidpunkten för utarbetandet av denna analys, medvetna om någon faktisk eller eventuell intressekonflikt som avser berörd analytiker, BFK eller Aktiespararen. BFK har i enlighet med lag och föreskrift upprättat riktlinjer för intressekonflikter, varigenom analytikernas objektivitet och oberoende säkerställs.